



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2011

Insiderrechtliche Schranken für die Offenlegung von Informationen im Rahmen von Firmenübernahmen und beim Pakethandel

Wohlers, Wolfgang

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-50936>
Book Section

Originally published at:

Wohlers, Wolfgang (2011). Insiderrechtliche Schranken für die Offenlegung von Informationen im Rahmen von Firmenübernahmen und beim Pakethandel. In: Sethe, Rolf. Kommunikation: Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag. Bern: Stämpfli, 393-409.

Insiderrechtliche Schranken für die Offenlegung von Informationen im Rahmen von Firmenübernahmen und beim Pakethandel

WOLFGANG WOHLERS*

Inhaltsverzeichnis

I.	Einführung in die Problemstellung	393
II.	Anforderungen an Insidertatsachen im Allgemeinen.....	396
	1. Tatsachen.....	396
	2. Vertraulichkeit der Tatsache.....	397
	3. Potenzial zur erheblichen Beeinflussung des Kurses	398
III.	Vereinbarkeit der Durchführung einer Due Diligence mit den Vorgaben des Insiderhandelsverbots.....	399
	1. Die Absicht des Erwerbs einer Beteiligung als Insidertatsache	399
	2. Die Offenlegung von Unternehmensinterna im Rahmen einer Due Diligence.....	403
	3. Das Ergebnis der Due Diligence als Insidertatsache	407
IV.	Zusammenfassung.....	408

I. Einführung in die Problemstellung

Unternehmens(ver)käufe und auch der Erwerb grösserer Aktienpakete (sog. Paketverkäufe bzw. –transaktionen)¹ finden heute in der Regel nur noch nach Durchführung einer Due Diligence statt.² Da dem potenziellen Erwerber im

* Für die Unterstützung bei der Aufbereitung der Literatur danke ich Frau cand. iur. VERONICA LYNN.

¹ Zur Einbeziehung des ausserhalb der Börse stattfindenden Pakethandels im face-to-face Geschäft in den Anwendungsbereich des Art. 161 StGB vgl. CHRISTOPH B. BÜHLER/DANIEL HÄRING, Die selbstgeschaffene Insiderinformation, Transaktionen aufgrund eigener Planung im Lichte des Insiderhandelsverbots, GesKR 2009, 454, 458 f.; RENATE SCHWOB, Revisionsbedarf bei den Börsendelikten, in: Wolfgang Wohlers, Neuere Entwicklungen im schweizerischen und internationalen Wirtschaftsstrafrecht, Zürich/Basel/Genf 2007, 26.

² BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 457 f.; MARTIN LANZ/MICHAEL GRUBER, Due Diligence bei öffentlichen Übernahmeangeboten im Lichte von Ad-hoc-Publizitäts- und Insideraspekten, GesKR 2007, 288; FLAVIO ROMERIO/FRANK GERHARD, Due Diligence und öffentliche Übernahmen, SZW 2007, 1, 3 f.; DANIELA KOENIG, Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, Zürich/Basel/Genf 2006, 213; WOLF RAINER BUSSIAN, Due Diligence bei Pakettransaktionen, Frankfurt a.M. 2008, 30 f.; THOMAS KOCH, Due Diligence und Beteiligungserwerb aus Sicht des Insiderrechts, Baden-Baden 2006, 97 f.

Rahmen einer Due Diligence Prüfung³ notwendigerweise Unternehmensinterna offengelegt werden, stellt sich die Frage, inwieweit diese Praxis mit den Vorgaben des Insiderrechts zu vereinbaren ist. So könnte der Käufer gegen das Verbot verstossen, Insiderkenntnisse auszunützen, wenn er Aktien des Zielunternehmens erwirbt, nachdem ihm im Rahmen der Due Diligence Unternehmensinterna bekannt geworden sind. Und der Verkäufer und/oder die Organe des Zielunternehmens könnten gegen das Verbot verstossen, Insider-tatsachen einem Dritten zur Kenntnis zu geben, wenn und weil sie im Rahmen der Due Diligence Prüfung Interna des Zielunternehmens offengelegt haben.

Dass die Problematik in der Schweiz bisher nur beiläufig behandelt worden ist,⁴ mag seinen Grund darin haben, dass der Anwendungsbereich des Insiderstraftatbestands bisher aufgrund der restriktiven Interpretation von Art. 161 Ziff. 3 StGB sehr eng war.⁵ Nicht erfasst waren insbesondere Tatsachen, die ohne zu Eingriffen in die Organisations- oder Bilanzstruktur zu führen zu Gewinnwarnungen hätten führen müssen.⁶ Nachdem die den Anwendungsbereich der Insidertatsache erheblich beschränkende Regelung des Art. 161 Ziff. 3 StGB ersatzlos aufgehoben worden ist,⁷ dürfte die praktische Relevanz des Insiderverbots auch bereits nach geltendem Recht deutlich gestiegen sein. Erfasst sind nun jedenfalls alle Umstände, die zur Ad-hoc-Publizität i.S. von Art. 72 KR führen müssen.⁸

³ Zur Durchführung einer Due Diligence vgl. BUSSIAN (Fn. 2), 28 ff.; MARCUS ANDREAS KLIE, Die Zulässigkeit einer Due Diligence im Rahmen des Erwerbs von börsennotierten Gesellschaften nach Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG), Frankfurt a.M. 2008, 31 ff.; KOCH (Fn. 2), 82 ff., 100 ff.; ERIC OLIVIER MEIER, Due Diligence bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010.

⁴ Vgl. z.B. KOENIG (Fn. 2), 212 f.

⁵ Vgl. SILVAN HÜRLIMANN, Der Insiderstraftatbestand, Rechtsvergleichende Studie der schweizerischen und der US-amerikanischen Regelung unter Berücksichtigung der EU-Richtlinien und der aktuellen Entwicklungen im Finanzmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2005, 83 ff.; KOENIG (Fn. 2), 165 ff.; GÜNTER STRATENWERTH/WOLFGANG WOHLERS, Schweizerisches Strafgesetzbuch, Handkommentar, Bern 2009, Art. 161 N 5; STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar, Zürich/St. Gallen 2008, Art. 161 N 16, jeweils m.w.H. zur einschlägigen Rechtsprechung.

⁶ GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY/FELIX BOMMER, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, Bern 2010, § 21 N 9; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 5; TRECHSEL/JEAN-RICHARD, Art. 161 N 13; MICHAEL TRIPPEL/GUIDO URBACH, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar Börsengesetz, Basel 2007, Art. 161 N 24; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, § 15 N 13; SCHWOB (Fn. 1), 27.

⁷ Vgl. Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2007 439 ff.; zur Forderung nach Streichung der Ziffer 3 vgl. bereits PETER BÖCKLI/CHRISTOPH B. BÜHLER, Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 2005, 101, 106.

⁸ So auch Botschaft (Fn. 7), 443 und 445; LANZ/GRUBER (Fn. 2), 292; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 5; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 13; ANDREAS DONATSCH, Strafrecht III, Delikte gegen den Einzelnen, Zürich/Basel/Genf 2008,

Die vom Bundesrat mit der Ausarbeitung eines Berichts zur geplanten Revision der Börsendelikte beauftragte Expertenkommission,⁹ deren Mitglied der Verfasser dieser Zeilen war, schlägt nun neben der Ausweitung des Kreises tauglicher Täter¹⁰ auch eine Ausweitung der Tathandlungen vor, die dahin geht, dass die Tathandlung des Ausnützens neben dem Erwerb und Verkauf von Effekten in Kenntnis einer Insiderinformation (Art. 44a Abs. 1 lit. a E-BEHG)¹¹ und dem unbefugten Mitteilen von Insiderinformationen (Art. 44a Abs. 1 lit. b E-BEHG) auch die Abgabe einer Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf (Art. 44a Abs. 1 lit. c E-BEHG) erfasst sein soll.¹² Damit würden sich dann neben dem Käufer und dem Verkäufer sowie – soweit nicht mit dem Verkäufer identisch – den Organen des Zielunternehmens z.B. auch die Mitarbeiter von Rechtsanwaltskanzleien und Wirtschaftsberatungsunternehmen strafbar machen, wenn sie nach Durchführung einer Due Diligence eine Kaufempfehlung abgeben.¹³

Als potentielle Insidertatsachen kommen im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme bzw. dem Erwerb einer Beteiligung in Betracht:¹⁴

- die Absicht bzw. der Plan des Erwerbers zur Übernahme des Zielunternehmens bzw. zum Erwerb eines Aktienpakets,
- die im Rahmen der Due Diligence offengelegten Interna des Zielunternehmens und
- das positive oder negative Ergebnis der Due Diligence.

309; vgl. auch ROGER GRONER, Aspekte des Insidertatbestands (Art. 161 StGB), in: Jürg-Beat Ackermann (Hrsg.), Strafrecht als Herausforderung, Zürich 1999, 268 f. mit dem Hinweis darauf, dass dies nach altem Recht nicht so war: „Jede Insidertatsache ist somit eine Tatsache i.S. von Art. 72 KR, was umgekehrt nicht der Fall ist.“ Kritisch – im Hinblick auf die Unbestimmtheit – DIEGO R. GFELLER, Neue Inkonsistenzen im Insiderstrafrecht, AJP 2008, 1199, 1200 f.; SCHWOB (Fn. 1), 28.

⁹ Vgl. den Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, insbesondere 31 ff., www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html?lang=de (zit. Expertenbericht) sowie den Erläuternden Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 18. Januar 2010, 7 ff., www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01634/index.html?lang=de, (zit. Erläuternder Bericht).

¹⁰ Vgl. DANIELA KOENIG, Umfassende Revision des Insiderverbotes, Jusletter 19. April 2010, N 3 (zit. KOENIG, Revision).

¹¹ Vorentwurf des Bundesrates vom Januar 2010 über die Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01634/index.html?lang=de>.

¹² De lege lata ist die Erfassung der blossen Abgabe einer Empfehlung umstritten: bejahend NIKLAUS SCHMID, Schweizerisches Insiderstrafrecht: ein Kommentar zu Art. 161 des Strafgesetzbuches: Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen, Bern 1988, N 253 und 296; DONATSCH (Fn. 8), 310; HÜRLIMANN (Fn. 5), 94 f.; verneinend TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 20; PETER BÖCKLI, Schweizer Insiderrecht und Banken, Einfluss der EG-Richtlinie von 1989, AJP 1993, 769, 774 sowie STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (Fn. 6), § 21 N 25.

¹³ KOENIG, Revision (Fn. 10), N 4.

¹⁴ Vgl. auch bereits LANZ/GRUBER (Fn. 2), 292 f.

Nachfolgend wird zunächst der Begriff der Insidertatsache bzw. Insiderinformation in Erinnerung gerufen (II.), bevor dann in einem weiteren Schritt der Frage nachgegangen wird, ob die Offenlegung von Unternehmensinterna und/oder der Erwerb von Effekten im Anschluss an eine Due Diligence wegen eines Verstosses gegen das Insiderhandelsverbot strafbar ist (III.).

II. Anforderungen an Insidertatsachen im Allgemeinen

Der Straftatbestand des Insiderhandels setzt in seiner geltenden Fassung voraus, dass der Täter eine Insidertatsache ausnützt. Insidertatsachen sind nach Art. 161 Ziff. 1 StGB „vertrauliche Tatsachen, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, Wertschriften oder entsprechenden Bucheffekten oder von Optionen auf solche in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird“. Es muss sich also erstens um eine Tatsache handeln, die Tatsache muss zweitens vertraulich sein und sie muss drittens das Potenzial zur erheblichen Beeinflussung des Kurses einer Aktie oder einer sonstigen Effekte haben.

1. Tatsachen

Tatsachen sind reale, dem Beweis zugängliche Ereignisse oder Geschehnisse der Vergangenheit oder Gegenwart,¹⁵ wie z.B. der Umstand, dass über eine Übernahme verhandelt und/oder eine Due Diligence durchgeführt wird. Einbezogen sind aber auch innere Tatsachen, wie das Vorhandensein bestimmter Absichten oder Pläne,¹⁶ also z.B. die Absicht zu fusionieren, ein Unternehmen zu übernehmen oder eine Beteiligung in einer bestimmten Höhe aufzubauen. Nicht erfasst sind dagegen Wertungen und Prognosen,¹⁷ wohl aber die tatsächlichen Umstände, auf denen derartige Prognosen aufbauen,¹⁸ wie z.B. die Tatsache, dass ein Unternehmen ein für die Gewinnentwicklung voraussichtlich sehr wichtiges Patent angemeldet hat.

¹⁵ MARTIN SCHUBARTH/PETER ALBRECHT, Kommentar zum schweizerischen Strafrecht, Schweizerisches Strafgesetzbuch Besonderer Teil, 2. Band: Delikte gegen das Vermögen (Art. 137-172 StGB), Bern 1990, Art. 161 N 58; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 3; DONATSCH (Fn. 8), 307; HÜRLIMANN (Fn. 5), 77; vgl. auch GRONER (Fn. 8), 264, der abweichend fordert, sich an der Bestimmtheit und Zuverlässigkeit der Information zu orientieren.

¹⁶ HÜRLIMANN (Fn. 5), 78 f.; KOENIG (Fn. 2), 164; LANZ/GRUBER (Fn. 2), 291 f.; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 3; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 12; TRIPPEL/URBACH, in: Watter/Vogt (Fn. 6), Art. 161 N 23; DONATSCH (Fn. 8), 307; SCHMID (Fn. 12), N 178 f.; STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (Fn. 6), § 21 N 8.

¹⁷ STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 3; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 12; SCHMID (Fn. 12), N 180, 182; TRIPPEL/URBACH, in: Watter/Vogt (Fn. 6), Art. 161 N 23.

¹⁸ STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 3; HÜRLIMANN (Fn. 5), 79.

Die Expertenkommission Börsendelikte schlägt vor, statt des Begriffs der Insidertatsache zukünftig denjenigen der Insiderinformation zu verwenden. Die Änderung der Begrifflichkeit soll nach Auffassung der Expertenkommission keine sachlichen Änderungen zur Folge haben, sondern das schweizerische Recht lediglich der international gebräuchlichen Terminologie anpassen.¹⁹ Hinzuweisen ist allerdings darauf, dass z.B. das deutsche Recht in Anlehnung an die Vorgaben des EU-Rechts künftige Umstände und Ereignisse unter den Begriff der Insiderinformation fasst, vorausgesetzt, es besteht eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts.²⁰ Weiterhin werden Informationen ausgeschlossen, die keinen Drittbezug haben.²¹

2. Vertraulichkeit der Tatsache

Vertraulich sind Tatsachen dann, wenn sie nur einem beschränkten Personenkreis bekannt sind.²² Das Bestehen von Gerüchten stellt die Vertraulichkeit einer Tatsache noch nicht in Frage.²³ An der Vertraulichkeit fehlt es nach Auffassung des Bundesgerichts aber nicht erst dann, wenn eine Tatsache dem breiten Anlegerpublikum durch eine öffentliche Mitteilung oder auf anderem Wege bekannt oder doch ohne weiteres zugänglich gemacht worden ist,²⁴ sondern schon dann, wenn Dritte, wenn auch nur mit Anstrengung, von der Tatsache Kenntnis erlangen können.²⁵ Dies ist nach Auffassung des Bundesgerichts bereits dann der Fall, wenn einem professionellen Broker oder Finanzanalysten die Verwertung einer Tatsache möglich ist, die ihm aufgrund seiner exklusiven und effizienten Informationsressourcen und Analysemethoden

¹⁹ Erläuternder Bericht (Fn. 9), 17 (Ziff. 1.4.1.2.3) sowie Expertenbericht (Fn. 9), 46 (Ziff. 2.2.3.3.).

²⁰ Vgl. ROLF SETHE, in: Heinz-Dieter Assmann/Rolf A. Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, München 2007, § 12 N 30.

²¹ Vgl. SETHE (Fn. 20), § 12 N 94 i.V.m. N 31 (m.w.H. in Fn. 76).

²² STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 4; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 17; HÜRLIMANN (Fn. 5), 87; KOENIG (Fn. 2), 168.

²³ SCHWOB (Fn. 1), 28; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 4; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 17; KOENIG (Fn. 2), 169.

²⁴ Insoweit ganz h.M., vgl. BGE 118 Ib 448, 455; STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (Fn. 6), § 21 N 11; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 4; HÜRLIMANN (Fn. 5), 87; vgl. aber auch CHRISTIAN LEUENBERGER, Die materielle kapitalmarktrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz, Zürich 2010, 356 f.: die Vertraulichkeit ende erst mit der vollständigen Internalisierung der Insiderinformation im Kurs.

²⁵ BGer vom 2.2.2000, 2A.230/1999, E. 6.b; zustimmend CHRISTOPH PETER, in: Marcel Alexander Niggli/Hans Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar Strafrecht II, Art. 111-392 StGB, Basel 2007, Art. 161 N 27; HÜRLIMANN (Fn. 5), 88; vgl. auch BÖCKLI (Fn. 12), 775; kritisch demgegenüber KOENIG (Fn. 2), 169 ff.; STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (Fn. 6), § 21 N 11; vgl. auch DONATSCH (Fn. 8), 309: Vertraulichkeit einer Tatsache entfällt, wenn diese ohne Anstrengung erlangt werden könne.

den zugänglich ist, bevor diese Tatsache durch die „breite“ Öffentlichkeit zur Kenntnis genommen wird.²⁶

3. Potenzial zur erheblichen Beeinflussung des Kurses

Als Tatsachen, die vorhersehbar einen erheblichen Einfluss auf den Kurs haben werden, gelten z.B. Tatsachen, die eine Gewinnwarnung erforderlich machen.²⁷ Voraussetzung ist stets, dass das Bekanntwerden der Tatsache aus der Perspektive ex ante betrachtet, einen erheblichen Einfluss auf den Kurs der fraglichen Effekten haben wird. Umstritten ist, ob diesbezüglich auf feste Grenzwerte abzustellen ist²⁸ – gegebenenfalls differenziert nach Art der in Frage stehenden Effekten²⁹ – oder ob man sich damit begnügen muss und kann, dass es aussergewöhnliche Kursschwankungen sein müssen, die den Rahmen des Üblichen sprengen.³⁰ Das eigentliche Problem ist die praktisch nicht oder nur sehr eingeschränkt gegebene Vorhersehbarkeit, wie sich das Bekanntwerden einer bestimmten Tatsache im Einzelfall auswirken wird.³¹ Handhabbar wird dieses Merkmal nur dann, wenn man auf einen normativen Massstab abstellt, wenn man also darauf abstellt, ob und wie vernünftige Anleger auf diese Nachricht reagieren würden.³² Dass es sich, wie die Erkenntnisse kognitionspsychologischer und verhaltensökonomischer Untersuchungen (Behavioral Economics) in aller Deutlichkeit belegen, bei den Entscheidungen, die von wirklichen Anlegern getroffen werden, bestenfalls um beschränkt rationale Entscheidungen handelt,³³ muss man bei alledem in Kauf nehmen.

²⁶ Vgl. BGE 2A.230/1999; E. 6. b., wo von „verschiedenen Kreisen der Öffentlichkeit“ gesprochen wird.

²⁷ Vgl. die Nachweise oben Fn. 8.

²⁸ TRIPPEL/URBACH, in: Watter/Vogt (Fn. 6), Art. 161 N 27; GRONER (Fn. 8), 265; HÜRLIMANN (Fn. 5), 90 f.

²⁹ Vgl. PETER, in: Niggli/Wiprächtiger (Fn. 25), Art. 161 N 28; SCHMID (Fn. 12), N 227; DONATSCH (Fn. 8), 309 f.; KOENIG (Fn. 2), 175; kritisch TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 18 m.w.H.

³⁰ SCHMID (Fn. 12), N 222 ff.; STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (Fn. 6), § 21 N 9; kritisch im Hinblick auf die mangelnde Bestimmtheit: SCHWOB (Fn. 1), 29.

³¹ Zutreffend hierzu GFELLER (Fn. 8), 1202 (mit Beispielen).

³² Vgl. LEUENBERGER (Fn. 24), 348 ff. sowie KOENIG (Fn. 2), 174 f., die für eine Übernahme des für das US-amerikanische Recht entwickelten Reasonable Investor Test plädieren.

³³ Vgl. hierzu umfassend DAVID HERBOLD, Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot, Baden-Baden 2009, 46 ff.

III. Vereinbarkeit der Durchführung einer Due Diligence mit den Vorgaben des Insiderhandelsverbots

1. Die Absicht des Erwerbs einer Beteiligung als Insidertatsache

Jeder Durchführung einer Transaktion geht notwendigerweise ein entsprechender Entschluss voraus. Wenn der Entschluss dahin geht, ein Unternehmen vollständig zu übernehmen oder einen Anteil des Aktienkapitals zu erwerben, also eine Mehrheit der Aktien zu erlangen oder eine Minderheitsbeteiligung aufzubauen, kann bereits das Bekanntwerden des Entschlusses dazu führen, dass der Kurs der Aktien des Zielunternehmens – und gegebenenfalls auch des als Erwerber oder Verkäufer agierenden Unternehmens – erheblich beeinflusst wird. Tatsächlich wird man nicht einmal ausschliessen können, dass die Absicht zum Erwerb eines im Hinblick auf unternehmerische Einflussnahme irrelevanten Anteils der Aktien eines Unternehmens das Potenzial zur Beeinflussung des Kurses des Zielunternehmens hat. Dies gilt jedenfalls dann, wenn es sich beim Erwerber um eine Person handelt, auf deren Urteil das Anlegerpublikum etwas gibt und deren Beispiel deshalb Nachahmungseffekte zur Folge haben kann.

Schon bei Schaffung des Insiderstraftatbestands wurde darauf hingewiesen, dass die Pflicht, die Absicht zur Durchführung von Transaktionen vor Umsetzung derselben offen zu legen, Unternehmensübernahmen und den Aufbau von Minderheitsbeteiligungen in Frage stellen, jedenfalls aber verteuern würde.³⁴ FORSTMOSER hat dem entgegen gehalten, dass zum einen der Raider typischerweise nicht tauglicher Täter des Art. 161 StGB sei³⁵ und zum anderen gelte: „Niemand kann sein eigener Insider sein“.³⁶ Spätestens dann, wenn man – den Vorschlägen der Expertenkommission folgend – den Anwendungsbereich des Insiderstraftatbestands über den Kreis der echten Insider (Art. 161 Ziff. 1 StGB) und der Tippees (Art. 161 Ziff. 2 StGB) hinaus ausdehnt, verliert der erste Einwand jedes Gewicht, weil dann grundsätzlich jedermann tauglicher Täter des Insidertatbestands sein kann. Es bleibt dann allein der Satz, dass niemand sein eigener Insider sein könne. Das Problem

³⁴ Vgl. PETER FORSTMOSER, Das neue schweizerische Insider-Recht, Zürich 1988, 122, 132; BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 455 f.; in diese Richtung auch HÜRLIMANN (Fn. 5), 129: „[...] wären doch ansonsten Aktienrückkäufe einer Unternehmung generell nicht mehr möglich, da diese zumeist im Wissen um eine kursrelevante Tatsache innerhalb des eigenen Unternehmens erfolgen“.

³⁵ So auch BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 457; vgl. auch CHRISTOPH PETER, Aspekte der Insiderstrafnorm, Chur 1991, N 15 f. mit dem Verweis auf die bei einem aussenstehenden Raider fehlende Verletzung der Treuepflicht zum Unternehmen; ablehnend zur Einbeziehung des Treueverhältnisses zum Unternehmen als geschütztes Rechtsgut: BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 455.

³⁶ FORSTMOSER (Fn. 34), 132; vgl. auch BGER vom 13.10.1992, 118 Ib 448, E. 6.c; BGER vom 26.11.2002, 1A.110/2002, E. 4.4; BÖCKLI (Fn. 12), 776; KOENIG (Fn. 2), 210 ff.; KOENIG, Revision (Fn. 10), N 5; PETER (Fn. 35), 14 f.; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 19 m.w.H.

mit diesem Satz ist, dass er eine blosser Behauptung darstellt, die sich zwar allgemeiner Beliebtheit erfreut, die aber nicht nur ohne jede Begründung daherkommt, sondern auch in ihrem Aussagegehalt durchaus unklar ist.³⁷ So werden, neben den Fällen der eigenen Transaktionsabsicht, teilweise auch jegliche durch den Täter selbst geschaffene Umstände einbezogen³⁸ oder sogar alle Fälle, in denen der Vermögensvorteil bei dem Unternehmen eintreten soll, auf welches sich die vertrauliche Tatsache bezieht.³⁹

Die Expertenkommission schlägt in Absatz 4 des neuen Insiderstraftatbestands eine Regelung vor, mit welcher in Anlehnung an den Erwägungsgrund 30 der Präambel der Marktmissbrauchsrichtlinie⁴⁰ der Anwendungsbereich des Insiderstraftatbestands dahingehend beschränkt werden soll, dass die Absicht, eine bestimmte Transaktion vorzunehmen, für denjenigen keine Insiderinformation darstellt, der diese Absicht selbst gefasst hat bzw. der für denjenigen, der diese Absicht gefasst hat, die zur Umsetzung dieser Absicht notwendigen Transaktionen durchführt.⁴¹

Konkret bedeutet dies: Die Absicht, Aktien einer Gesellschaft erwerben zu wollen, ist keine Insiderinformation, soweit es um die Strafbarkeit desjenigen geht, der diese Absicht selbst gefasst hat. Der Erwerber macht sich also nicht strafbar, wenn er Aktien erwirbt, ohne zuvor seine Absicht offengelegt zu haben, diesen Erwerb durchzuführen. Gleiches gilt, wenn es um die Strafbarkeit Dritter geht, die – z.B. als Organe des Erwerbers oder als von diesem Beauftragte – diese Absicht für denjenigen umsetzen, der die Absicht gefasst hat. Hieraus folgt dann aber andererseits auch, dass ein Dritter, der – z.B. als Broker, als Vermögensverwalter oder als Rechtsberater – von dieser Absicht erfahren hat und der in Kenntnis dieser Information für sich selbst oder einen andern als denjenigen, der die Absicht gefasst hat, Transaktionen ausführt, selbstverständlich strafbaren Insiderhandel begeht. Gleiches gilt für Organe des Erwerbers und für Beauftragte, die sich nicht nur darauf beschränken, die Transaktionen durchzuführen, die zur Umsetzung der Absicht erforderlich sind, sondern die auch für sich privat oder für Dritte Transaktionen durchführen (sog. *alongside purchases*).⁴²

Weiterhin ist zu beachten, dass die Reduktion des Anwendungsbereichs der Norm nur dann gilt, wenn es sich bei den als Insiderinformation in Betracht kommenden Umständen allein und ausschliesslich um die innere Tatsache des Entschlusses zum Erwerb handelt. Anders liegt es dann, wenn der

³⁷ Vgl. BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 456; KOENIG (Fn. 2), 210; LEUENBERGER (Fn. 24), 395; NOBEL (Fn. 6), § 15 N 20; SCHUBARTH/ALBRECHT (Fn. 16), Art. 161 N 44.

³⁸ Vgl. bei GRONER (Fn. 8), 269 f.

³⁹ So z.B. TRIPPEL/URBACH, in: Watter/Vogt (Fn. 6), Art. 161 N 31; DONATSCH (Fn. 8), 310; SCHMID (Fn. 12), N 243.

⁴⁰ Vgl. BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 456 f. m.w.H.

⁴¹ Für den konkreten Wortlaut vgl. unten bei Fn. 56.

⁴² BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 460; KOENIG (Fn. 2), 212; PETER (Fn. 35), 15; SCHUBARTH/ALBRECHT (Fn. 15), Art. 161 N 44.

Erwerber seinen Entschluss aufgrund von sonstigen Insiderinformationen gefasst hat,⁴³ wobei es sich bei diesen um äussere Umstände aber auch um innere Tatsachen handeln kann.⁴⁴ Hat er sich zum Beispiel zur Übernahme eines kleinen Pharmaunternehmens entschlossen, weil er von dem noch nicht allgemein bekannten Umstand Kenntnis erhalten hat, dass dieses Unternehmen ein bahnbrechendes Medikament entwickelt hat, dann erfüllt der Erwerb den Straftatbestand des Insiderhandels, weil der Erwerber die Insiderinformation über die Neuentwicklung des Medikaments ausgenützt hat. Straffbarer Insiderhandel liegt auch dann vor, wenn der Verwaltungsratspräsident die Tatsache ausnutzt, dass ihm bekannt ist, dass er in einigen Tagen seine den Aktienkurs des Unternehmens voraussichtlich tangierende Rücktrittsabsicht bekanntgeben wird.⁴⁵

De lege lata lässt sich dieses soweit ersichtlich allgemein für angemessen erachtete Ergebnis als teleologische Reduktion des vom Wortlaut her zu weit gefassten Anwendungsbereichs der Norm begründen.⁴⁶ Nach PETER ergibt sich dies inhaltlich daraus, dass in diesen Fällen kein Vertrauensmissbrauch zulasten des Unternehmens gegeben sei.⁴⁷ Dieser Argumentation ist aber entgegenzuhalten, dass die Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen als Rechtsgut des Art. 161 StGB auch für das geltende Recht bereits umstritten ist.⁴⁸ Aber auch dann, wenn man – mit einer im Schrifttum im Vordringen befindlichen Auffassung und in Übereinstimmung mit den vom Bundesrat übernommenen Vorschlägen der Expertenkommission⁴⁹ – das geschützte Rechtsgut in der Wahrung der Chancengleichheit der Anleger als Voraussetzung für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt sieht,⁵⁰ lässt sich die Herausnahme der fraglichen Fälle aus dem Anwendungsbereich des Art. 161 StGB mit einer teleologischen Reduktion begründen: Der Insiderstraftatbestand soll

⁴³ Vgl. auch PETER, in: Niggli/Wiprächtiger (Fn. 25), Art. 161 N 12; SCHUBARTH/ALBRECHT (Fn. 15), Art. 161 N 45.

⁴⁴ Vgl. BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 460 f.; KOENIG (Fn. 2), 212.

⁴⁵ So auch KOENIG (Fn. 2), 212.

⁴⁶ Vgl. auch SCHUBARTH/ALBRECHT (Fn. 15), Art. 161 N 45; GRONER (Fn. 8), 271 sowie LEUENBERGER (Fn. 24), 396 f. mit dem Hinweis darauf, dass es notstandsähnliche Fälle der Wahrung berechtigter Interessen (an der Durchführung von Übernahmen) gebe.

⁴⁷ PETER, in: Niggli/Wiprächtiger (Fn. 25), Art. 161 N 12; für die Einbeziehung des Schutzes des Unternehmens als weiteres Rechtsgut auch DIANE FREYMOND/HANS-UELI VOGT, Die Pflicht des Verwaltungsrates zur Verhinderung von Insiderdelikten, in: Jürg-Beat Ackermann (Hrsg.), Strafrecht als Herausforderung, Zürich 1999, 178 ff.; vgl. auch BGE 118 Ib 448, 456; sowie HÜRLIMANN (Fn. 5), 20, mit dem Hinweis, dass das wegen der Tippees fraglich sei; dagegen FREYMOND/VOGT, a.a.O.: Auch die Strafbarkeit des Tippnehmers setze eine Straftat nach Ziff. 1 voraus.

⁴⁸ Zur Diskussion um die durch Art. 161 StGB geschützten Rechtsgüter vgl. statt aller: KOENIG (Fn. 2), 84 ff.; LEUENBERGER (Fn. 24), 238 ff., jeweils mit umfangreichen Nachweisen.

⁴⁹ Vgl. NOBEL (Fn. 6), § 15 N 9.

⁵⁰ Vgl. jüngst LEUENBERGER (Fn. 24), 245 ff., der allerdings selbst meint, de lege lata an einer – von ihm inhaltlich als unbegründet eingestuft – Berücksichtigung der Treuepflicht als tertiär geschütztem Rechtsgut neben der Gewährleistung der Chancengleichheit der Anleger und der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes festhalten zu müssen.

zwar die Chancengleichheit der Anleger als notwendige Voraussetzung für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt schützen.⁵¹ Dieser Schutz geht aber nicht so weit, dass Anleger erst dann agieren können sollen, wenn sie zuvor ihre eigenen Absichten offen- gelegt haben.⁵² In den Fällen einer selbstgefassten Absicht zur Durchführung einer Transaktion fehlt es an einer ungerechtfertigten Begünstigung.⁵³ Gleiches muss auch für die Fälle gelten, in denen sich der Erwerber zur Umsetzung seiner Transaktionsabsicht der Hilfe Dritter bedient, welche die notwendigen Transaktionen für ihn durchführen. Eine Strafbarkeit scheidet auch für die Dritten aus, sofern diese keinen über die in diesen Fällen übliche Provision hinausgehenden Gewinn erzielen.⁵⁴

Mit dem Inkrafttreten der von der Expertenkommission vorgeschlagenen neuen Insiderstrafnorm würde die vorstehend skizzierte Einschränkung des Anwendungsbereichs des Insiderdelikts eine rechtliche Grundlage erhalten.⁵⁵ Die Expertenkommission schlägt in Art. 44 Abs. 4 E-BEHG folgende Regelung vor:

„Die Absicht bestimmte Transaktionen vorzunehmen, ist für sich allein gesehen für denjenigen, der diese Absicht gefasst hat, und denjenigen, der diese Transaktionen in seinem Auftrag ausführt, keine Insiderinformation im Sinne der Absätze 1 bis 3.“⁵⁶

BÜHLER und HÄRING sind der Auffassung, der Vorschlag der Expertenkommission sei zwar im Ansatz zu begrüßen, die vorgeschlagene Lösung sei allerdings zu abstrakt formuliert. Sie sei einerseits zu eng, „weil nicht nur die Transaktionsabsicht als solche, sondern letztlich alle damit verbundenen selbstgeschaffenen Informationen nicht strafrelevant sein können“, und sie sei andererseits zu weit, weil „nach ihrem Wortlaut auch eine Transaktionsabsicht, welche zwar von einer Person gefasst wird, aber auf fremdgeschaffenen Informationen basiert, als strafrechtlich unbedenklich erklärt“ werde.⁵⁷ Als Alternative schlagen sie folgende Formel vor:

„Die im Rahmen einer bestimmten Transaktion verwendeten Informationen gelten für denjenigen, der diese verwendet, nicht als Insiderinformation im Sinne der Absätze 1 bis 3, sofern die Informationen selbstgeschaffen so-

⁵¹ BGE 118 Ib 547, 558; STRATENWERTH/WOHLERS (Fn. 5), Art. 161 N 1; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 2 m.w.H.

⁵² Vgl. auch PETER (Fn. 35), 15, der dieses Ergebnis daraus ableitet, dass die als kumulative Strafbarkeitserfordernis notwendige ungerechtfertigte Verletzung des Unternehmensinteresses fehle; ebenso GRONER (Fn. 8), 271 f.

⁵³ BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 457.

⁵⁴ So – mit weiteren Hinweisen – KOENIG (Fn. 2), 212 Fn. 1094.

⁵⁵ Zustimmend im Hinblick auf die dadurch gesteigerte Rechtssicherheit: KOENIG, Revision (Fn. 10), N 5.

⁵⁶ KOENIG, Revision (Fn. 10), N 5 weist darauf hin, dass – wohl aufgrund eines redaktionellen Versehens – in der bundesrätlichen Botschaft nur von der Straffreistellung des Dritten die Rede ist, der Transaktionen im Auftrag eines anderen ausführt, was – wie KOENIG zutreffend ausführt – „wenig Sinn“ ergibt.

⁵⁷ BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 461.

wie transaktionsbezogen sind, und sofern der Transaktionsplan sowohl in zeitlicher als auch in materieller Hinsicht plankonform umgesetzt wird.“

Als eine weitere Alternative hat LEUENBERGER – allerdings ohne diesen Vorschlag im Einzelnen zu begründen – folgende Formulierung vorgeschlagen:

„Besteht die Insiderinformation in einem Entschluss betreffend die Durchführung einer Transaktion oder in der Stellungnahme Dritter zu diesem Entschluss und wird der Vermögensvorteil ausschliesslich jenen Personen verschafft, die diesen Entschluss selbst gefällt haben oder, im Fall juristischer Personen, deren Organe diesen Entschluss gefällt haben, so bleibt der Täter straffrei.“⁵⁸

Ersichtlich liegt den verschiedenen Formeln ein jeweils anderes Verständnis davon zugrunde, welche Fallgestaltungen sinnvollerweise aus dem Anwendungsbereich des Insiderstatbestands ausgeschlossen werden sollen: Während die Expertenkommission allein die reine Transaktionsabsicht als solche als taugliche Insider Tatsache ausschliessen will, wollen BÜHLER/HÄRING offenbar alle selbstgeschaffenen transaktionsbezogenen Umstände ausschliessen, während es für LEUENBERGER entscheidend zu sein scheint, wem der Vorteil aus der Transaktion zugeflossen ist. Insoweit kehren hier in einem neuen Gewand die Meinungen wieder, die bereits zur Ausfüllung des Satzes vertreten worden sind, dass niemand sein eigener Insider sein könne.⁵⁹ Welche dieser Formeln die Fallgestaltungen, die sinnvollerweise aus dem Anwendungsbereich des Insiderstatbestands auszugliedern sind, am besten erfasst, wird im Rahmen des auf eine Reform des Insiderstatbestands abzielenden Gesetzgebungsverfahrens zu prüfen und zu entscheiden sein.

2. Die Offenlegung von Unternehmensinterna im Rahmen einer Due Diligence

Wie bereits eingangs erwähnt, waren die insiderrechtlichen Regelungen bisher wohl vor allem deshalb im Rahmen einer Due Diligence kein wirkliches Problem, weil der Kreis der Informationen, die als Insider Tatsachen einzustufen waren, sehr klein war. Nach der von der Rechtsprechung und herrschenden Lehre vertretenen Auslegung der Regelung in Art. 161 Ziff. 3 StGB beschränkte sich der Kreis strafrechtlich relevanter Insider Tatsachen auf die Emission neuer Beteiligungsrechte, eine Unternehmensverbindung sowie ähnliche Sachverhalte von vergleichbarer Tragweite. Darunter fielen nach kantonaler und bundesgerichtlicher Rechtsprechung allerdings nur diejenigen Ereignisse, die tiefgreifend in die Bilanz- oder Aktienstruktur einer Gesell-

⁵⁸ LEUENBERGER (Fn. 24), 428.

⁵⁹ Vgl. oben bei den Fn. 35 ff.

schaft eingreifen.⁶⁰ Nachdem diese Regelung ersatzlos aufgehoben worden ist, hat sich der Kreis strafrechtlich relevanter Insiderfakten signifikant ausgedehnt.⁶¹ Auch jetzt gilt aber weiterhin, dass nicht jedes Internum des Zielunternehmens zwingend auch eine Insiderfakten sein muss. Erforderlich ist, dass es sich um eine Fakten mit erheblichem Kursbeeinflussungspotenzial handelt.

Bei insiderrechtlich relevanten Informationen liegt es aber so, dass diese eigentlich im Rahmen der Ad-hoc-Publizität offengelegt werden müssen. Dies gilt jedenfalls dann, wenn es sich um kursrelevante Fakten handelt, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind (vgl. Art. 72 Abs. 1 KR). Ist die Offenlegung erfolgt, entfällt das insiderrechtliche Verbot, weil es sich nicht mehr um vertrauliche Informationen handelt. Die Offenlegung im Rahmen einer Due Diligence kann somit nur dann zum Problem werden, wenn Pflichten zur Ad-hoc-Publizität nicht wahrgenommen werden, obwohl die Voraussetzungen des Art. 72 Abs. 1 KR gegeben sind – womit dann aber auch die Schutzwürdigkeit des Ausnützens dieser Information höchst fraglich ist – oder wenn die in Frage stehenden Informationen berechtigterweise zurückgehalten werden durften, entweder weil die fragliche Fakten nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist und deshalb nicht in den Anwendungsbereich des Art. 72 KR fällt oder weil die Voraussetzungen für einen Aufschub der Bekanntgabe gegeben sind. Letzteres ist nach Art. 72 Abs. 2 KR dann möglich, wenn die in Frage stehenden Fakten auf einem Plan oder Entschluss des Unternehmens beruhen und ihre Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Unternehmens zu beeinträchtigen und das Unternehmen das Nötige veranlasst, um die effektive Geheimhaltung sicherzustellen.⁶²

Vor diesem Hintergrund ist festzuhalten, dass es zwar nicht zwingend, wohl aber durchaus möglich ist, dass im Rahmen einer Due Diligence Informationen offengelegt werden, die Insiderfakten darstellen. In der Literatur ist die Auffassung vertreten worden, dass es in diesen Fällen an einem Ausnützen von Insiderinformationen fehle, wenn und weil – was der Regelfall sei – der Kaufentschluss bereits vorher gefällt worden sei und der Erwerber sich im Rahmen dieses Entschlusses halte.⁶³ Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass sich die Erkenntnisse, die im Rahmen der Due Diligence gewonnen werden, in der Regel nicht nur auf das „ob“ der Transaktion auswirken, sondern auch auf das „wie“ und dies heisst konkret: auf den Kaufpreis, den der Er-

⁶⁰ PETER, in: Niggli/Wiprächtiger (Fn. 25), Art. 161 N 25 m.w.H.

⁶¹ Vgl. oben bei Fn. 6 ff.

⁶² Nach einer in der Lehre vertretenen Auffassung soll es zulässig sein, Fakten im Rahmen einer Due Diligence offenzulegen, die im Rahmen der Ad-hoc-Publizität einem Bekanntgabeaufschub unterliegen, vgl. LANZ/GRUBER (Fn. 2), 289 f.

⁶³ KOENIG (Fn. 2), 213 i.V.m. 192 f. unter Hinweis darauf, dass im schweizerischen Recht ein Ausnützen und nicht nur ein Verwenden gefordert sei.

werber zu zahlen hat. Insoweit kann dann aber nicht darauf abgestellt werden, dass die offengelegten Informationen nicht kausal gewesen sind.⁶⁴ Der Erwerber entscheidet sich nicht abstrakt für oder gegen den Erwerb, sondern er entscheidet sich für oder gegen den Erwerb zu bestimmten Konditionen. Es liegt ein einheitlicher Entschluss vor, der nach Durchführung der Due Diligence und damit in Kenntnis etwaig offen gelegter Insidertatsachen getroffen wird.⁶⁵ Etwas Anderes kann allenfalls für die – wohl praktisch eher seltenen – Fälle gelten, in denen die Verkaufsbedingungen bereits vor Durchführung der Due Diligence festgelegt werden und bei denen nach Durchführung der Erwerb zu den vorher festgelegten Konditionen stattfindet.⁶⁶ Auch in diesen Fällen steht die Absicht zum Erwerb aber unter dem Vorbehalt, dass sich der Erwerb auch nach Durchführung der Due Diligence als sinnvoll darstellt. Es wirkt etwas gekünstelt, von einem vorher gefassten Beschluss auszugehen, der nur nicht wieder zurückgenommen wird; eher wird man von einer Absichtserklärung auszugehen haben, die dann – nach Durchführung der Due Diligence und damit in Kenntnis der Insidertatsachen – konstitutiv bestätigt wird.

De lege lata kann eine Strafbarkeit des Erwerbers nach Art. 161 StGB dadurch ausgeschlossen werden, dass die Due Diligence nicht vom Erwerber selbst, sondern durch einen Dritten durchgeführt wird, der etwaige Insidertatsachen nicht an den Erwerber weitergibt, sondern der nach Durchführung der Due Diligence lediglich eine – nicht weiter begründete – Empfehlung für den Erwerb abgibt, wobei dann umstritten ist, ob die Empfehlung nach geltendem Recht erfasst ist oder nicht.⁶⁷ Abgesehen davon, dass sich aber wohl nur wenige Erwerber darauf einlassen werden, die Katze im Sack zu kaufen, wird auch dieses Schlupfloch geschlossen, wenn gemäss dem von der Expertenkommission vorgeschlagenen Art. 44a Abs. 1 lit. c E-BEHG auch die in Kenntnis von Insidertatsachen erfolgende Abgabe einer Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Effekten als Insiderhandel strafbar ist.

Hinzu kommt noch, dass es zu kurz greift, wenn man sich allein auf die Seite des Erwerbers konzentriert. Werden im Rahmen einer Due Diligence als

⁶⁴ So aber – für das deutsche Recht – ANETTE CHRISTOPH, Insiderhandel unter besonderer Berücksichtigung von M&A-Transaktionen, Frankfurt a.M. 2010, 177 ff., die für eine teleologische Reduktion des Begriffs „Verwenden“ in § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG eintritt: Bei Face-to-face-Geschäften sei nicht auf die Erwerbs- oder Veräusserungshandlung als solche abzustellen, sondern auf den vorhergehenden Entschluss zum Abschluss eines solchen Geschäfts. Liege die Transaktion im Rahmen des hierdurch bestimmten Masterplans, seien Insiderinformationen, die erst im Rahmen der Due Diligence bekannt geworden seien, nicht ursächlich geworden; a.A. KLIE (Fn. 3), 156 f.; KOCH (Fn. 2), 267.

⁶⁵ Vgl. auch BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 458 f., für die Fälle, in denen der ursprüngliche Plan nicht plankonform umgesetzt, sondern aufgrund der durch die Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse angepasst wird.

⁶⁶ Vgl. BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 458, die für diese Fälle eine Strafbarkeit verneinen.

⁶⁷ Vgl. hierzu die Nachweise oben Fn. 12; zur Strafbarkeit der Mitglieder eines Due Diligence Teams als Tippgeber vgl. LANZ/GRUBER (Fn. 2), 291.

Insidertatsache einzustufende Interna des Zielunternehmens offengelegt, könnten sich die für die Offenlegung zuständigen Mitarbeiter des Zielunternehmens strafbar machen, weil sie Insidertatsachen einem Dritten zur Kenntnis gebracht haben. Da das geltende Recht – anders als der von der Expertenkommission vorgeschlagene neue Art. 44a Abs. 1 lit. b E-BEHG und anders als die auf der Marktmissbrauchsrichtlinie der EU aufbauenden Regelung in § 14 WpHG/D⁶⁸ – nicht darauf abstellt, dass die Offenlegung unbefugt erfolgen muss,⁶⁹ kann die Strafbarkeit nach schweizerischem Recht *de lege lata* nur dann ausgeschlossen werden, wenn man die Offenlegung als gerechtfertigt einstuft.

Eine Rechtfertigung durch Einwilligung scheidet hierbei eindeutig aus, weil weder der Verkäufer noch der Erwerber noch die Organe des Zielunternehmens einzeln oder zusammen befugt sind, über das Allgemeininteresse an der Wahrung der Chancengleichheit aller Anleger zu disponieren. Zu denken wäre noch an eine Rechtfertigung nach den Grundsätzen des rechtfertigenden Notstands (Art. 17 StGB). Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass es schon an einer Notstandslage fehlt. Art. 17 StGB setzt voraus, dass ein notstandsfähiges Rechtsgut sich in einer unmittelbaren, nicht anders abwendbaren Gefahr befindet. Die Erwägung, dass ohne eine Straffreistellung der im Rahmen einer Due Diligence tatbestandlich erfüllten Insiderdelikte der Handel grösserer („unternehmerischer“) Beteiligungen zum Erliegen kommen könnte,⁷⁰ was dann die Interessen des Erwerbers und des Verkäufers tangieren würde, ändert hieran nichts. Die These, der Beteiligungshandel werde zum Erliegen kommen, ist schon empirisch gesehen höchst zweifelhaft, weil überhaupt nur wenige Unternehmensinterna als Insidertatsachen einzustufen sind.⁷¹ Und bei den Fällen, in denen es wirklich um die Offenlegung von Tatsachen geht, die das Potenzial haben, den Kurs von Effekten in erheblicher Weise zu beeinflussen, wird in der Regel sowieso eine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität bestehen. Die Existenz des Instituts der Ad-hoc-Publizität belegt, dass gerade in diesen Fällen dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger Vorrang zukommen soll gegenüber dem Bedürfnis, bestimmten Anlegern – aus welchen Gründen auch immer – eine Sonderbehandlung zukommen zu lassen.⁷²

⁶⁸ Vgl. Expertenbericht (Fn. 9), 18.

⁶⁹ Zum Streitstand im deutschen Recht vgl. SETHE (Fn. 20), § 12 N 111 m.w.H.

⁷⁰ Vgl. – zum deutschen Recht – CHRISTOPH (Fn. 63), 180 f.; HERBOLD (Fn. 33), 105 ff.; KLIE (Fn. 3), 154 ff.; KOCH (Fn. 2), 266 ff., die für eine – je nach Autor unterschiedlich weit gehende – teleologische Reduktion des § 14 WpHG eintreten und in diesem Rahmen Fälle des ausserbörslichen Paketerwerbs unter bestimmten Umständen aus dem Anwendungsbereich der Insiderstrafnorm ausschliessen wollen; a.A. BUSSIAN (Fn. 2), 158 ff.

⁷¹ Vgl. BUSSIAN (Fn. 2), 170 f.

⁷² Zum Streit über die Legitimität der privilegierten Behandlung einzelner Investoren vgl. BÖCKLI/BÜHLER (Fn. 8), 107 ff. m.w.H.

3. Das Ergebnis der Due Diligence als Insidertatsache

Abschliessend stellt sich die Frage, ob möglicherweise auch das positive oder negative Ergebnis einer Due Diligence-Prüfung als Insidertatsache eingestuft werden muss. Soweit die Due Diligence-Prüfung insgesamt gesehen negativ ausfällt und die geplante Transaktion deshalb nicht stattfindet, kann diese Frage offen bleiben. Eine Strafbarkeit des verhinderten Erwerbers scheidet hier schon deshalb aus, weil es an einem Erwerb fehlt. Der Insidertatbestand erfasst allein die Vornahme von Transaktionen in Kenntnis von Insidertatsachen, nicht aber das Unterlassen von Transaktionen.⁷³ Anders liegt es dann, wenn Dritte von dem nicht allgemein bekannten negativen Ergebnis der Prüfung erfahren haben und dies dann Anlass dafür ist, dass sie Aktien eines alternativ in Betracht kommenden Zielunternehmens erwerben, weil nun bei diesem mit einem deutlichen Kursanstieg zu rechnen ist. Nach geltendem Recht würde sich die Strafbarkeit hier auf die echten Insider nach Art. 161 Ziff. 1 StGB sowie auf die Tippnehmer beschränken, die von dieser Tatsache durch eine gezielte Mitteilung eines echten Insiders Kenntnis erhalten haben.⁷⁴ Wird der Täterkreis de lege ferenda weiter gefasst, würde sich der Anwendungsbereich der Norm entsprechend erweitern.

Fällt die Prüfung des Zielunternehmens positiv aus, kann dieser Umstand als eine Insidertatsache eingestuft werden, wenn das Bekanntwerden dieses positiven Ergebnisses geeignet erscheint, den Kurs des Zielunternehmens oder – soweit es sich ebenfalls um ein Unternehmen handelt – des Erwerbers erheblich zu beeinflussen. Konkret kann dies dann der Fall sein, wenn zwar die Erwerbsabsicht bereits bekannt war, nun aber Sicherheit darüber besteht, dass es wirklich zur beabsichtigten Übernahme kommen wird. Es dürfte allerdings in der Praxis nicht einfach sein, das im Einzelfall tatsächlich gegebene Kursbeeinflussungspotential nachzuweisen. Noch grössere Schwierigkeiten ergeben sich dann, wenn sowohl die Erwerbsabsicht als auch das Ergebnis der Due Diligence vertraulich sind. Hier wird praktisch überhaupt nicht abzuschätzen sein, welches Kursbeeinflussungspotential die eine oder andere Information hat. Diese Differenzierung wäre aber notwendig, da – wie oben dargelegt – die eigene Transaktionsabsicht für den Erwerber selbst sowie die von ihm zur Durchführung der beabsichtigten Transaktion eingeschalteten Dritten keine strafrechtlich relevante Insidertatsache darstellt. Konsequenterweise wird man diese teleologische Reduktion des Anwendungsbereichs des Insiderstraftatbestands auf die Fälle erstrecken müssen, in denen der Erwerber seine Transaktionsabsicht wie bereits vor Durchführung der Due Diligence geplant umsetzt, nachdem die Prüfung positiv ausgefallen ist. Anders liegt es nur dann, wenn – wie oben dargelegt – im Rahmen der Due Diligence Unter-

⁷³ TRECHSEL/JEAN-RICHARD (Fn. 5), Art. 161 N 19 m.w.H.; BÖCKLI (Fn. 12), 776; BÜHLER/HÄRING (Fn. 1), 458.

⁷⁴ Vgl. nur NOBEL (Fn. 6), § 15 N 18.

nehmensinterna offengelegt worden sind, die selbst als Insidertatsachen einzustufen sind und die Einfluss auf die Konditionen haben, unter denen die Transaktion durchgeführt wird.

Für Dritte, die vom Erwerber zur Durchführung der Transaktion eingeschaltet werden – und die sich auf diese Funktion beschränken – gilt das Gleiche wie für den Erwerber selbst. Anders liegt es dann, wenn Dritte auch oder allein für sich selbst handeln: Hat der positive Ausgang einer Due Diligence das notwendige Potenzial zur erheblichen Beeinflussung des Kurses von Effekten, dann machen sich Dritte, die in Kenntnis dieser vertraulichen Information ihrerseits Transaktionen vornehmen – also z.B. in Erwartung einer künftigen Kurssteigerung für sich selbst Aktien des Zielunternehmens erwerben (alongside purchases) – strafbar.

IV. Zusammenfassung

Die Absicht, eine Transaktion vorzunehmen, stellt für denjenigen, der diese Absicht gefasst hat, keine Insidertatsache dar. De lege lata folgt dies aus einer teleologischen Reduktion des Anwendungsbereichs des Art. 161 StGB, die de lege ferenda eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage erhalten sollte. Aus den gleichen Gründen ist auch der positive Ausgang der Due Diligence-Prüfung für sich allein gesehen kein Grund, den Erwerber wegen Insiderhandels zu bestrafen, wenn er aufgrund des positiven Ergebnisses seine Absicht umsetzt. Der Erwerber macht sich nur dann strafbar, wenn er die Erwerbsabsicht aufgrund sonstiger Insiderinformationen gefasst hat oder er im Rahmen einer Due Diligence von Insidertatsachen Kenntnis erhält und diese in seinen Entscheid eingeflossen sind, die beabsichtigte Transaktion vorzunehmen. Eine Strafbarkeit lässt sich hier nur dadurch vermeiden, dass die entsprechenden Informationen vor Durchführung der Transaktion offengelegt werden und die Transaktionen erst umgesetzt werden, wenn diese tatsächlich öffentlich geworden sind.

Der Verkäufer und die Organe des Zielunternehmens machen sich wegen Insiderhandel strafbar, wenn Sie dem potenziellen Erwerber oder Dritten im Rahmen der Due Diligence Kenntnis von Insidertatsachen verschaffen. Die Offenlegung bei gleichzeitiger Beibehaltung der Vertraulichkeit begründet einen Widerspruch zur Ad-hoc-Publizität und kann weder über Einwilligung noch über Notstand gerechtfertigt werden.

Organe des Erwerbers, des Verkäufers und des Zielunternehmens sowie alle sonstigen Dritten, die in Kenntnis der vertraulichen Erwerbsabsicht und/oder in Kenntnis der mitgeteilten Interna des Zielunternehmens und/oder des vertraulichen Ergebnisses der Due Diligence-Prüfung für sich selbst oder für sonstige Dritte Transaktionen durchführen, machen sich dann strafbar, wenn die Erwerbsabsicht, die Unternehmensinterna und/oder das Ergebnis der Due

Diligence-Prüfung als Insidertatsache einzustufen ist. Dies ist dann der Fall, wenn die in Frage stehende Tatsache erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial hat.